

2023年04月30日

价格调整有待时日，Q2 面临折旧增加压力

富春染织(605189)

评级:	买入	股票代码:	605189
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	24.03/18.26
目标价格:		总市值(亿)	24.90
最新收盘价:	19.95	自由流通市值(亿)	7.98
		自由流通股数(百万)	41.60

事件概述

2023Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别 4.73/0.23/0.19/-0.05 亿元，同比增长 -0.24%/-13.08%/-41.69%/93.59%，业绩低于市场预期，我们分析主要由于公司尽管销量增长、但价格会影响吨净利恢复。非经常性损益主要为政府补助 133 万元和投资收益 284 万元。经营性现金流净额低于归母净利主要由于存货增加。

分析判断:

Q1 收入微降主要受价格及贸易纱影响。我们估计，Q1 公司销量增长，但受棉价同比下降影响，价格同比下降 22%导致收入微降，但母公司收入(色纱收入)为 4.49 亿元、同比增长 1%。

毛利率下降主要受价格及新品占比提升影响。23Q1 毛利率/净利率/扣非净利率为 11.61%/4.8%/4%，同比下降 2.97/0.71/2.94PCT，我们分析主要由于吨净利尚未恢复至 22Q1 水平，估计 Q1 吨净利在 1000 元左右、同比下降 50%以上，但环比 22Q4 有所改善。我们估计，在公司产能紧张情况下提升节奏不会太快，但公司的工艺技术不断进步。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率为别为 0.63%/2.33%/3.81%/-0.42%，同比增长 0.21/0.22/0.01/-0.21PCT。公允价值变动收益/收入为 0.21%，同比增加 0.21PCT。所得税/利润为 10.6%，同比减少 0.6PCT。

存货中以原材料为主。23Q1 存货为 3.82 亿元，同比增长-18%、环比增长 9%。存货周转天数为 79 天、同比减少 19 天、环比增加 7 天。公司应收账款为 0.23 亿元、同比下降 39%、环比增长 3%，平均应收账款周转天数为 4 天、同比减少 2 天、环比增加 0.3 天。

投资建议

我们分析，(1) 短期来看，为了消化 23 年快速扩张的产能，公司提价可能仍需时日；而 Q2 荆州产能投产将新增折旧，预计吨净利改善仍不明显；(2) 公司中长期有新品拓展逻辑，但短期在产能紧张情况下新品占比提升速度可能不会太快；(3) 考虑荆州产能爬坡影响，调降全年销量预期从 11.5 万吨到 10.5 万吨。考虑产能爬坡及提价节奏问题，调低 23/24/25 年收入预测为 33.60/47.16/55.92 亿元至 28.75/40.05/50.83 亿元，调低 23/24/25 年归母净利 2.69/3.54/4.28 亿元至 2.28/3.13/3.85 亿元，对应 23/24/25 年 EPS1.83/2.50/3.08 元，2023 年 4 月 30 日收盘价 19.95 元对应 PE 分别为 12/9/7X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；投产进度不达预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,175	2,208	2,875	4,005	5,083
YoY (%)	43.6%	1.5%	30.2%	39.3%	26.9%
归母净利润(百万元)	233	163	228	313	385

YoY (%)	105.4%	-30.0%	40.2%	36.8%	23.2%
毛利率 (%)	18.5%	11.8%	15.6%	16.7%	17.7%
每股收益 (元)	1.86	1.31	1.83	2.50	3.08
ROE	15.5%	9.4%	12.1%	14.6%	15.7%
市盈率	12.04	17.21	12.27	8.97	7.28

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,208	2,875	4,005	5,083	净利润	163	228	313	385
YoY(%)	1.5%	30.2%	39.3%	26.9%	折旧和摊销	58	80	88	96
营业成本	1,947	2,428	3,337	4,182	营运资金变动	-75	87	23	21
营业税金及附加	10	10	24	46	经营活动现金流	163	436	489	574
销售费用	12	12	24	36	资本开支	-531	-1,337	-470	-508
管理费用	43	53	104	142	投资	-121	0	0	0
财务费用	-10	38	61	66	投资活动现金流	-648	-1,332	-466	-503
研发费用	71	81	105	176	股权募资	565	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	315	1,030	229	152
投资收益	3	5	4	5	筹资活动现金流	705	921	97	-7
营业利润	139	264	361	446	现金净流量	221	25	120	64
营业外收支	43	2	2	2	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	182	266	363	448	成长能力 (%)				
所得税	19	37	51	63	营业收入增长率	1.5%	30.2%	39.3%	26.9%
净利润	163	228	313	385	净利润增长率	-30.0%	40.2%	36.8%	23.2%
归属于母公司净利润	163	228	313	385	盈利能力 (%)				
YoY(%)	-30.0%	40.2%	36.8%	23.2%	毛利率	11.8%	15.6%	16.7%	17.7%
每股收益	1.31	1.83	2.50	3.08	净利率	7.4%	7.9%	7.8%	7.6%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	5.3%	5.1%	6.0%	6.5%
货币资金	882	907	1,027	1,091	净资产收益率 ROE	9.4%	12.1%	14.6%	15.7%
预付款项	145	73	100	125	偿债能力 (%)				
存货	352	532	731	917	流动比率	2.33	1.68	1.54	1.37
其他流动资产	367	334	349	364	速动比率	1.67	1.13	0.96	0.80
流动资产合计	1,746	1,846	2,208	2,497	现金比率	1.18	0.83	0.72	0.60
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	44.4%	57.6%	58.8%	58.5%
固定资产	515	773	1,591	2,582	经营效率 (%)				
无形资产	216	216	216	216	总资产周转率	0.71	0.64	0.77	0.86
非流动资产合计	1,354	2,613	2,998	3,412	每股指标 (元)				
资产合计	3,100	4,459	5,206	5,909	每股收益	1.31	1.83	2.50	3.08
短期借款	191	380	447	599	每股净资产	13.82	15.17	17.19	19.63
应付账款及票据	443	551	758	950	每股经营现金流	1.31	3.49	3.92	4.60
其他流动负债	115	168	226	280	每股股利	0.00	0.48	0.48	0.64
流动负债合计	750	1,099	1,431	1,829	估值分析				
长期借款	97	938	1,101	1,101	PE	17.21	12.27	8.97	7.28
其他长期负债	529	529	529	529	PB	1.34	1.48	1.31	1.14
非流动负债合计	626	1,467	1,630	1,630					
负债合计	1,376	2,566	3,061	3,459					
股本	125	125	125	125					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,724	1,893	2,145	2,450					
负债和股东权益合计	3,100	4,459	5,206	5,909					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。